

CitiWeekly

Solidne dane wywierają presję na RPP

■ Najnowsze miesięczne dane o produkcji i sprzedaży pokazały wciąż solidny obraz gospodarki, przynajmniej z perspektywy aktywności ekonomicznej. Produkcja przemysłowa spowolniła we wrześniu w mniejszej skali niż oczekiwano do 9,8% r/r z 10,9% r/r. Słabsza aktywność w sektorze chemicznym w związku z wysokimi cenami gazu została zrekomensowana przez przyspieszenie produkcji w branży motoryzacyjnej (46,5% r/r) oraz w produkcji maszyn i urządzeń (26,1% r/r). Sprzedaż detaliczna spowolniła nieznacznie do 4,1% r/r z 4,2%. Odegranie w sprzedaży aut (-2,9% r/r) oraz odzieży i obuwiu (25,2% r/r) zostało częściowo skompensowane przez pogłębienie spadku w paliwach (-20,4% r/r) i pozostałych dobrach trwałych. Osłabienie w produkcji budowlanej było głębsze (wzrost wyhamował do 0,3% r/r z 6,1%) przede wszystkim w związku z osłabieniem głównego motoru wzrostu tej kategorii, tj. wznoszenia budynków.

■ Wzrost płac przyspieszył znów do 14,5% r/r i choć wynikało to głównie z kolejnych wypłat premii w górnictwie i energetyce, to dynamika płac w wielu pozostałych sektorach pozostała dwucyfrowa. Raport NBP o sytuacji przedsiębiorstw sugeruje, że ponad 90% firm nie stosuje indeksacji płac do inflacji, jednak dane za wrzesień pokazały, że inflacyjne dostosowania płac mają miejsce, np. przez premie inflacyjne. Spory spadek zatrudnienia w ujęciu miesięcznym i wyhamowanie do 2,3% r/r jest jednym z pierwszych sygnałów sygnalizujących spowolnienie. Jednak utrzymanie się stopy bezrobocia na rekordowo niskim poziomie sugeruje, że moment, w którym rynek pracy zacznie w większym stopniu oddziaływać ograniczająco na inflację może być jeszcze dosyć odległy.

■ Dane za II kwartał sugerują, że PKB mógł nie zmienić się istotnie wobec II kwartału, co oznaczałoby, że polskiej gospodarce udało się uniknąć technicznej recesji. Załamanie PMI, koniunktura konsumentów czy perspektywa recesji w strefie euro sygnalizują spowolnienie w kolejnych kwartałach. Podobny kierunek wyznacza spadek realnych płac.

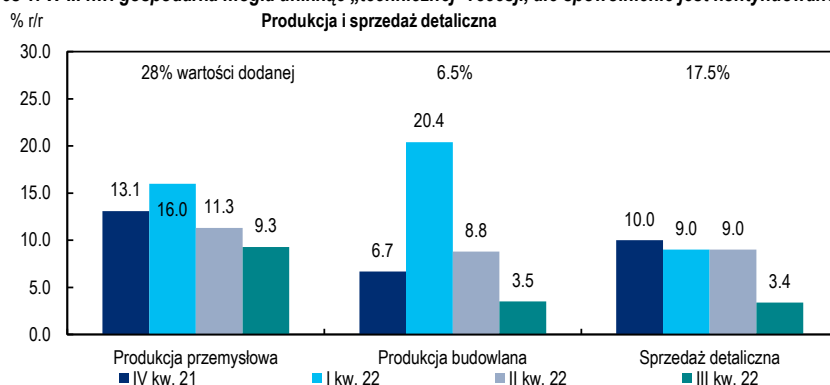
■ Cykl podwyżek stóp procentowych zapewne jeszcze się nie zakończył. Nasz bazowy scenariusz przewiduje, że RPP podwyższy stopy jeszcze przynajmniej raz - w listopadzie o 25 pb. Jednak ostatnie dane o aktywności gospodarczej, wysoka inflacja, niska stopa bezrobocia czy ryzyko utraty środków unijnych wobec rosnącego deficytu w obrotach bieżących sprawiają, że RPP może rozważyć dalsze podwyżki stóp do 7,5-8%. Szanse na taki scenariusz wzrosłyby w przypadku osłabienia złotego, który obecnie jest ważną kotwicą dla oczekiwań co do skali podwyżki stóp w listopadzie.

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/€	NBP	10L Bund	10L Treasuries
IV KW 22	4,92	5,18	5,47	0,95	7,00	1,75	3,30
IV KW 23	4,78	4,47	5,45	1,07	6,00	2,15	3,30

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bondów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 19.10. Pozostałe prognozy z 21.09.2022 r.

Wykres 1. W III kw. gospodarka mogła uniknąć „technicznej” recesji, ale spowolnienie jest kontynuowane.



Źródło: GUS, szacunki Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

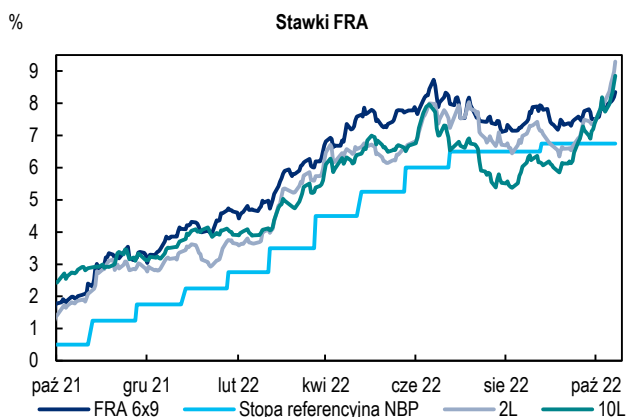
Maciej Bącal

Spis treści

	Nr str.
- Temat tygodnia	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	4
- Tabela z prognozami	5

Tydzień w wykresach

Wykres 2. Budżet ze sporą nadwyżką, ale spodziewane znaczące pogorszenie, mocna przecena długu

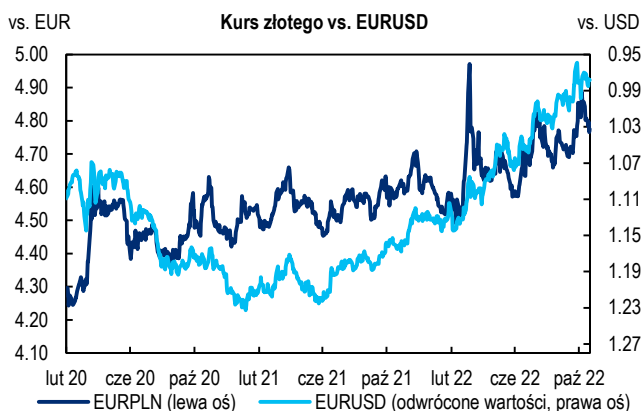


■ Szacunki Ministerstwa Finansów wskazują, że w okresie styczeń-wrzesień 2022 r. skumulowana nadwyżka budżetu państwa wyniosła ok. 27,5 mld zł. We wrześniu wciąż rosły dochody podatkowe, w tym szczególnie CIT. Oczekujemy „sezonowego” pogorszenia wyniku budżetu pod koniec roku i dalszego cyklicznego wzrostu deficytu w 2023 r., pogłębianego przez rządowe programy osłonowe, mające na celu łagodzenie skutków wysokich cen energii.

■ Oczekiwania na dalsze podwyżki stóp, ryzyko wysokiego deficytu fiskalnego, rosnące ryzyko dla finansowania deficytu obrotów bieżących oraz niska płynność doprowadziły do dalszej przeceny długu. Wypowiedzi przedstawicieli rządu o dbaniu o niski deficyt fiskalny mogą lekko uspokoić nastroje tym bardziej, że rynki bazowe wyceniają już dużo w zakresie podwyżek stóp przez Fed. Głębsze spadki rentowności prawdopodobnie pojawią się, gdy będzie więcej oznak recesji, a inflacja zacznie spadać.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Ryzyko utraty środków unijnych i mocny dolar negatywne dla perspektyw złotego

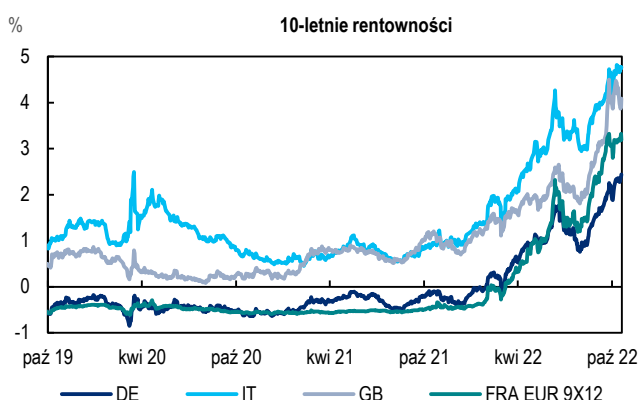


■ Doniesienia medialne (FT, Rzeczpospolita) wskazują na ryzyko wstrzymania wypłat środków UE z nowej perspektywy budżetowej na lata 2021-2027. Dotychczas wstrzymanie środków dotyczyło jedynie środków z Funduszu Odbudowy, a wstrzymanie środków z budżetu unijnego (ok. 75 mld EUR) miałoby dużo większy negatywny wpływ na ścieżkę wzrostu PKB, a także na finansowanie deficytu obrotów bieżących kapitałem długoterminowym. Oznaczałoby to także ograniczenie możliwości „interwencji” na rynku walutowym przez MF, co dodatkowo negatywnie wpływałoby na złotego.

■ Najnowsze globalne prognozy Citi wskazują na przestrzeń do dalszego umocnienia dolara wobec euro w stronę 0,93 w perspektywie najbliższych miesięcy. Dolar może pozostać silny do czasu, aż stopy Fed osiągną szczyt w pobliżu 5% a globalna gospodarka osiągnie dołek recesji w II kw. 23 r. Mocny \$, wysoka inflacja i pogorszenie się fundamentów gospodarki będą negatywnie wpływać na złotego

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 4. Oczekiwane dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej przez EBC



■ W najbliższy czwartek odbędzie się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, na którym spodziewamy się podwyżki stopy depozytowej o 75 pb. do poziomu 1,5%. Przyspieszenie inflacji w strefie euro we wrześniu do 9,9% r/r oraz zapowiedzi największych europejskich gospodarek dotyczące uruchomienia pakietów fiskalnych w odpowiedzi na kryzys energetyczny, najprawdopodobniej utwierdziły EBC w przekonaniu o konieczności dalszej normalizacji polityki pieniężnej.

■ Zgodnie z wcześniejszymi sugestiami władz EBC, spodziewamy się też zapowiedzi kolejnej podwyżki EBC o 50 pb. w grudniu oraz rozpoczęcia procesu zacieśniania ilościowego w pierwszej połowie 2023 roku.

Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
24 paź PONIEDZIAŁEK							
10:00	EUR	Wstępny PMI dla usług	pkt	X	47,9	48,3	48,8
10:00	EUR	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	X	47,5	48	48,4
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	% r/r	IX	--	7,4	7,4
15:45	USA	Wstępny PMI dla przemysłu	pkt	X	51,8	51	52
15:45	USA	Wstępny PMI dla usług	pkt	X	48,5	49,4	49,3
25 paź WTOREK							
10:00	PL	Stopa bezrobocia	% r/r	IX	4,8%	4,8%	4,8%
14:00	HU	Decyzja MNB	%	X	13	--	13
15:00	USA	Indeks cen nieruchomości - FHFA	% m/m	VIII	--	-0,7	-0,6
16:00	USA	Zaufanie konsumentów	pkt	X	110,3	105,5	108
26 paź ŚRODA							
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów	tys.	IX	605	580	685
27 paź CZWARTEK							
14:15	EUR	Decyzja ECB	%	X	2	2	1,25
14:30	USA	PKB	% kw/kw	3Q	2,8	2	-0,6
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	218	225	214
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałe	% m/m	IX	2,1	0,6	-0,2
28 paź PIĄTEK							
00:00	JP	Decyzja Banku Japonii	%	X	-0,1	-0,1	-0,1
09:00	DE	PKB	% kw/kw	3Q	-0,3	-0,2	0,1
11:00	EUR	Indeks nastrojów gospodarczych	pkt	X	91,8	92,5	93,7
14:30	USA	Konsumpcja osobista	% m/m	IX	0,4	0,4	0,4
14:30	USA	Deflator PCE	% m/m	IX	0,3	0,3	0,3
14:30	USA	Dochód osobisty	% m/m	IX	0,5	0,3	0,3
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	X	--	59,8	58,6

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	478	472	528	588	597	598	675	666
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.800	1.861	1.989	2.122	2.293	2.327	2.603	3,017
PKB per capita (USD)	12.421	12.288	13.734	15.313	15.560	15.615	17.693	17,474
Populacja (mln)	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,1	38,1
Stopa bezrobocia (%)	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	6,3	5,4	5,8
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,8	3,1	4,9	5,4	4,7	-2,2	5,9	3,7
Inwestycje (% r/r)	6,1	-8,2	4,0	9,4	6,1	-4,9	3,8	-0,1
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	3,5	4,1	4,3	4,5	-1,0	5,3	2,2
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,0	3,9	4,5	4,3	4,0	-3,0	6,1	2,3
Eksport (% r/r)	7,7	8,8	9,5	6,9	5,2	0,0	11,8	-1,2
Import (% r/r)	6,6	7,6	9,8	7,4	3,0	-1,1	15,9	3,4
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,4	8,6	17,1
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	5,1	14,3
Płace nominalne (% r/r)	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	4,8	8,8	13,0
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,4	4,9	3,5	7,4	4,7	4,6	5,3	1,8
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	1,75	7,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,21	2,51	7,19
Rentowność obligacji 10-letnich	2,95	3,63	3,30	2,81	2,07	1,25	3,71	7,00
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,18	3,48	3,76	3,79	3,76	4,06	4,72
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,95	3,78	3,61	3,84	3,90	3,86	4,48
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,42	4,17	4,30	4,26	4,61	4,60	4,72
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,26	4,26	4,30	4,44	4,57	4,68
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-2,6	-2,5	0,8	-7,7	2,8	17,5	-4,2	-33,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,5	0,2	-1,3	0,5	2,9	-0,6	-5,0
Saldo handlu zagranicznego	2,5	3,2	1,5	-6,1	1,7	14,2	-0,7	-25,2
Eksport	191,1	196,4	228,2	254,0	261,4	268,9	331,3	334,1
Import	188,6	193,1	226,6	260,1	259,7	254,7	332,0	359,3
Saldo usług	12,1	15,4	20,3	25,9	26,8	26,0	31,2	29,4
Saldo dochodów	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-23,7	-21,0	-30,0	-33,4
Rezerwy międzynarodowe	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	138,5	145,2	148,2
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-1,9	-3,1
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-5,8	-0,8	-1,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,7	51,9	48,4	46,4	43,2	47,5	43,8	41,1

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych. Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc., mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale. Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.